

# Politique monétaire, cycle économique et dynamique financière

*Synthèse du colloque international de la Banque de France*

*La Banque de France a organisé, le 7 mars 2003, un colloque international sur le thème « Politique monétaire, cycle économique et dynamique financière ». Ce colloque a réuni 245 participants dont 68 gouverneurs, sous-gouverneurs et responsables de haut rang de banques centrales, 34 universitaires et économistes de renom, ainsi que 55 représentants de grandes institutions financières et d'organismes internationaux.*

*Après les remarques introductives de Jean-Claude Trichet, gouverneur de la Banque de France, trois sessions ont été successivement ouvertes :*

- « Cycles réels et financiers : faits stylisés », sous la présidence d'Olivier-Jean Blanchard, professeur au Massachusetts Institute of Technology ;*
- « Changements dans les comportements et les structures de marché », sous la présidence d'Alexandre Lamfalussy, professeur à l'université catholique de Louvain ;*
- « Cyclicité et politique monétaire », sous la présidence d'Ernst Welteke, président de la Banque fédérale d'Allemagne.*

*Outre ces sessions, Alan Greenspan, président du Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve américain, a présenté, par vidéoconférence, une analyse de la relation entre mondialisation et finance internationale. Une table ronde, présidée par Jaime Caruana, gouverneur de la Banque d'Espagne, a fait le point sur le thème « cyclicité et stabilité financière internationale ». Les travaux ont été clos par une synthèse réalisée par Andrew Crockett, directeur général de la Banque des règlements internationaux (BRI) et président du Forum de stabilité financière (FSF).*

Sanvi AVOUYI-DOVI  
*Direction des Études économiques et de la Recherche*  
*Centre de Recherche*

---

NB : Cette synthèse a été soumise à l'approbation de tous les intervenants.

Après avoir remercié l'assistance, Jean-Claude Trichet observe que ce colloque fournit l'occasion de réunir un grand nombre de gouverneurs de banques centrales, des universitaires et économistes de renom, ainsi que des représentants des grandes institutions financières et d'organismes internationaux. Il présente ensuite brièvement le programme qui se décompose en trois sessions, suivies d'une intervention d'Alan Greenspan, d'une table ronde de la journée et d'une synthèse finale. Il rappelle la création d'un nouveau réseau, le Réseau sur les cycles d'activité de la zone euro (*Euro Area Business Cycle Network*), commun aux banques centrales de l'Eurosystème et au *Centre for Economic Policy Research*, consacré à l'analyse des cycles en Europe, et conclut son intervention par des remarques et observations sur le thème du colloque.

Selon Jean-Claude Trichet, le concept de cycle doit être précisé : les sceptiques, comme Irwin Fisher en 1925, se demandent si les cycles existent réellement et si ce terme ne désigne pas simplement une fluctuation de variables autour de leur moyenne ; en s'inscrivant dans la démarche proposée, notamment aux États-Unis par Westley Mitchell en 1927, ou Arthur Burns et Westley Mitchell en 1946, on peut définir un cycle, par exemple, comme une succession de phases de récession ou d'expansion. Jean-Claude Trichet souligne que l'on doit les travaux fondateurs réalisés dans les années quarante et cinquante à toute une génération de chercheurs réunis au *National Bureau of Economic Research (NBER)*. Il insiste ensuite sur le fait que les réflexions sur les caractéristiques des cycles (leur durée, leur amplitude, l'asymétrie des différentes phases, etc.) continuent cependant de faire l'objet de vives discussions. Il attire l'attention de l'auditoire sur le fait que l'intérêt de l'étude des cycles réside également dans l'analyse des impulsions et de leurs mécanismes de propagation, comme l'ont démontré Robert Frisch en 1933 ou Evgeny Slutsky en 1937.

Il termine son allocution en formulant quelques interrogations : la synchronisation des cycles est un concept assez bien documenté aujourd'hui, mais qui continue de faire l'objet de débats. Comment peut-on mesurer le degré de synchronisation ou de co-mouvement des variables ? Quelles sont les contributions relatives des chocs internes, réels ou monétaires, et des chocs extérieurs dans la synchronisation des cycles ? Enfin, Jean-Claude Trichet pose une question qui intéresse toutes les zones monétaires et plus particulièrement, aujourd'hui, les pays de la zone euro : dans quelle mesure les cycles des pays membres ou des régions sont-ils synchronisés ?

## 1. Cycles réels et financiers – faits stylisés (session 1)

Présidence : Olivier-Jean Blanchard (professeur au *Massachusetts Institute of Technology*)

Intervenants : Ray Barrell, professeur (directeur de recherche au *National Institute for Economic and Social Research* – NIESR), Jean-Philippe Cotis (économiste en chef à l'Organisation de coopération et de développement économiques – OCDE), Christine Cumming (directeur général à la Banque fédérale de réserve de New York), Pierre-Yves Hénin (professeur à l'université de Paris I, directeur du Centre d'études prospectives d'économie mathématique appliquées à la planification – CEPREMAP)

Ray Barrell centre son exposé sur l'analyse de la liaison entre cyclicité et évolutions financières internationales. Selon l'orateur, la mondialisation a accru l'interdépendance des économies en contribuant, à la fois, à un meilleur partage international du risque et à l'accroissement de phénomènes de contagion. L'analyse de la nature des cycles permet de comprendre ces faits.

L'orateur distingue trois facteurs affectant les cycles : les chocs frappant les relations structurelles dans une économie, les réponses des différentes économies aux chocs et les choix des décideurs publics pour corriger les effets de ces chocs. Une fois la mesure des cycles effectuée, plusieurs questions peuvent être posées. Quel a été le rôle de la politique économique dans l'absorption ou la propagation des chocs ? A-t-il eu pour conséquence l'apparition de cycles plus amortis et plus espacés dans le temps ? La mondialisation et le partage du risque ont-ils permis une meilleure absorption des chocs ou ont-ils contribué à les propager ? Enfin, le dernier cycle était-il différent des autres ?

Plusieurs méthodes d'évaluation des cycles existent, mais elles ne donnent pas forcément les mêmes résultats et dépendent souvent des choix de modélisation. Toutefois, un consensus s'est dégagé, selon Ray Barrell, sur une apparition de cycles plus amortis, devenus ainsi plus similaires, particulièrement dans la zone euro, caractérisée par l'émergence d'un cycle commun.

Trois raisons peuvent être avancées pour expliquer ce phénomène récent : les autorités politiques, notamment monétaires, ont été plus efficaces et ont su concevoir des cadres permettant une meilleure absorption des chocs ; le secteur privé a également contribué à absorber les chocs grâce aux réformes des marchés et au rôle bénéfique de la mondialisation ; les récents chocs ayant affecté les économies semblent plus bénins.

Plusieurs indicateurs d'ouverture de marchés suggèrent un rôle croissant de la mondialisation : les ratios du commerce extérieur au PIB, les détentions croisées d'actifs et le rapport de l'investissement direct étranger au PIB ont crû au cours des vingt dernières années. Ces facteurs ont contribué à un meilleur partage du risque tout en accroissant la sensibilité des économies aux chocs externes. En outre, Ray Barrell observe que, dans l'ensemble, l'amortissement des cycles est, peut-être, le fait du hasard.

En conclusion de cette première intervention, les marchés sont apparus plus flexibles au cours de la dernière décennie ; la libéralisation financière a permis un meilleur partage du risque et un meilleur lissage de la consommation. Cependant, tous les mouvements de capitaux résultant de la mondialisation ne sont pas nécessairement liés à l'évolution des facteurs économiques fondamentaux et, dans la mesure où l'amortissement des cycles peut être en partie le fruit du hasard, il n'y a pas de raison que ce phénomène se prolonge.

Christine Cumming signale que des chercheurs de la Banque fédérale de réserve de New York ont également mis en évidence une diminution de la volatilité du cycle aux États-Unis au cours des dernières années. Cette tendance est imputée, entre autres, à l'amélioration des techniques de gestion des stocks. Pour Christine Cumming, les cycles internationaux sont devenus plus synchrones en raison du *boom* financier, de la mondialisation et de l'accroissement du commerce international.

Jean-Philippe Cotis partage la vue selon laquelle la volatilité dans les économies industrielles s'est réduite au cours des dernières années<sup>1</sup>. Il émet des réserves sur la capacité des modèles macroéconométriques de grande taille à rendre compte des chocs sous-jacents aux cycles économiques, pour deux raisons principales : l'estimation séparée des différentes équations fait perdre une information importante ; les résidus du modèle peuvent refléter la piètre qualité des estimations plutôt que les chocs sous-jacents. Il estime qu'un petit modèle VAR (*Vectorial Autoregression*) structurel peut être plus performant que le type de modèle macroéconométrique de grande taille utilisé par Ray Barrell. Il considère aussi que, à l'autre bout du spectre méthodologique, l'utilisation de filtres stochastiques bilatéraux pour délimiter les cycles économiques peut être très dangereuse, peut-être moins pour le type d'analyse historique entreprise par Ray Barrell que pour les prises de décision politiques, telle la conduite de la politique fiscale.

Pierre-Yves Hénin confirme qu'il existe plusieurs façons de définir et de mesurer les cycles. Pour lui, la réduction de la volatilité des économies est un fait bien établi dans la littérature. En se fondant sur ses travaux, il signale que le dernier cycle est exceptionnel et ne devrait pas être considéré comme un « fait stylisé » car il ne présente pas de régularité statistique. Il doute que l'approche adoptée par Ray Barrell puisse rendre compte du fait que la politique monétaire a pu corriger les effets des chocs financiers sur la consommation sans atténuer la réaction de l'investissement à ces mêmes chocs.

Avant de clore la session, Olivier-Jean Blanchard confirme qu'il y a eu réduction de la volatilité, sauf au Japon. Selon lui, cette baisse de la variance semble résulter plus de l'« effet du hasard » que d'une amélioration de la conduite de la politique économique.

<sup>1</sup> Des travaux récents de l'OCDE attribuent ce phénomène : à la diminution de la volatilité des stocks, associée à une gestion plus tendue de ces derniers, un poids décroissant du secteur manufacturier ; une consommation plus stable, sans doute liée à un relâchement des contraintes de liquidité ; un rôle plus contracyclique des exportations nettes, dans un contexte d'ouverture croissante du commerce. En revanche, il est moins évident que les politiques fiscales aient contribué à réduire la cyclicité des économies de l'OCDE.

## 2. Changements dans les comportements et les structures de marché (session 2)

Présidence : Alexandre Lamfalussy (professeur à l'université catholique de Louvain)

Intervenants : Patrick Artus (directeur des Études et de la Recherche chez CDC-Ixis), Mervyn King (sous-gouverneur de la Banque d'Angleterre)

Alexandre Lamfalussy rappelle que le thème retenu, rebaptisé « Lien entre volatilité des prix d'actifs et politique monétaire », a fait l'objet de nombreuses études depuis plusieurs décennies, mais reste un thème d'actualité.

Patrick Artus, en préambule de son intervention, fait deux mises en garde relatives à la liaison entre volatilité des prix d'actifs et politique monétaire. La première porte sur la « qualité » de la volatilité, qui n'est pas toujours néfaste, notamment lorsqu'elle provient d'une réaction à de nouvelles informations. La seconde est liée à la nécessité de distinguer la volatilité de court terme des cycles longs de valorisation des actifs financiers.

Ainsi, selon Patrick Artus, on observe, depuis 1998, une forte hausse de la volatilité de court terme sur la plupart des prix des actifs financiers (cours boursiers, taux d'intérêt à long terme, etc.), excepté les taux de change et les *spreads* de crédit. Cette orientation est due, selon l'orateur, à plusieurs causes : d'une part, l'instabilité de l'aversion des investisseurs pour le risque et, d'autre part, la perte de liquidité sur les marchés financiers, due à l'absence de transactions, et au rationnement du crédit bancaire, qui entraîne une disparition de la demande de certains actifs (voir par exemple la chute des émissions nettes d'obligations par les entreprises non financières aux États-Unis ou en Europe en 2002).

Les banques centrales ont réagi à cette perte de liquidité par l'accroissement de la base monétaire (à un rythme plus soutenu que le produit intérieur brut), ce qui a permis d'injecter des liquidités pour augmenter la demande d'actifs. La baisse des taux d'intérêt directs a également permis d'éviter une hausse du prix du capital en compensant les effets des primes de risque élevées. Toutefois, Patrick Artus suggère des mesures additionnelles (publication moins fréquente des résultats des entreprises, limitation du *marked to market*, ...) pour combattre l'excès de volatilité.

Pour les cycles longs de valorisation, l'intervenant constate l'émergence de bulles sur les marchés boursiers au Japon vers la fin des années quatre-vingt et aux États-Unis vers la fin des années quatre-vingt-dix et la chute vertigineuse du prix de l'immobilier au Japon (près de 75 %) vers la fin des années quatre-vingt. Selon lui, on constate des phénomènes similaires sur le  $q$  de Tobin aux États-Unis ou sur le rapport loyers/prix immobiliers au Royaume-Uni dans les années quatre-vingt-dix. Il identifie quatre causes à l'origine de ces bulles : le fait que les analystes n'ont pas su évaluer la pertinence macroéconomique des valorisations obtenues au niveau microéconomique, l'importance des comportements mimétiques, qui accroissent la volatilité des prix des actifs, la mise en place d'une politique monétaire expansionniste (notamment en Espagne, avec une forte baisse des taux d'intérêt

depuis 1996) et l'absence de réaction de certaines banques centrales à l'émergence de bulles financières. Pour lui, la Banque d'Angleterre, par exemple, n'aurait pas réagi de manière appropriée à la hausse des prix de l'immobilier.

Patrick Artus fait ensuite le point sur les raisons pour lesquelles les banques centrales n'interviennent pas sur les prix d'actifs. Il en dénombre quatre : il n'existe pas de lien stable entre les prix d'actifs et l'inflation, les banques centrales ne disposent pas d'avantage comparatif en matière de collecte ou de traitement de l'information par rapport au marché, il y aurait un risque moral si les marchés attendaient un soutien de l'autorité monétaire et des problèmes de contrôlabilité et de transparence peuvent contrarier le souhait éventuel des banques centrales d'intervenir sur les marchés financiers. Toutefois, Patrick Artus réfute ces arguments, notamment celui portant sur la contrôlabilité, et affirme que la politique monétaire influence plus les prix d'actifs que les prix des biens dans les économies modernes. Aussi juge-t-il légitime d'utiliser les prix d'actifs comme objectif final de la politique monétaire. Il préconise en particulier d'utiliser le crédit bancaire comme objectif intermédiaire pour lutter contre les bulles dès leur éclosion.

Mervyn King, en réponse à cette intervention, reprend la distinction entre la volatilité de court terme et les cycles longs des actifs financiers. Selon lui, il convient de nuancer les appréciations portant sur les hausses récentes de la volatilité de court terme des actifs financiers. Il note une hausse de la volatilité sur des données horaires aux États-Unis ou au Royaume-Uni, depuis 1997, mais fait remarquer que ces hausses sont moins évidentes sur des données mensuelles. De ce fait, il se demande si l'information relative à la volatilité de court terme peut être utilisée, notamment dans la conduite de la politique monétaire. Par ailleurs, après avoir rappelé qu'il est très difficile de définir le niveau de référence des PER boursiers, il estime qu'il est sans doute plus judicieux d'étudier les conséquences de leurs mouvements.

Sur les cycles longs, Mervyn King évoque la difficulté de déceler la présence des bulles financières, qui ne sont définies qu'après-coup, le mouvement des prix d'actifs pouvant se retourner à un horizon plus long. Ne connaissant pas les niveaux d'équilibre des prix d'actifs, il paraît difficile d'établir un lien entre eux et la politique monétaire. Il insiste sur l'idée qu'il est indispensable de raisonner à un horizon aussi long que possible concernant les prix d'actifs. Il estime enfin que l'objectif prioritaire de la banque centrale est d'assurer la stabilité des prix, même s'il convient de surveiller étroitement l'impact des variations de prix d'actifs sur le système bancaire.



### 3. Cyclicité et politique monétaire (session 3)

Présidence : Ernst Welteke (président de la Banque fédérale d'Allemagne)

Intervenants : Lucas Papademos (vice-président de la Banque centrale européenne), Stanley Fischer (vice-président de Citigroup Inc.), Jürgen von Hagen (professeur, *Zentrum für Europäische Integrationsforschung*, Bonn), Yutaka Yamaguchi (vice-gouverneur de la Banque du Japon)

Ernst Welteke souligne l'intérêt des débats de la journée et ouvre cette session du colloque en en présentant brièvement le thème et les différents intervenants.

Lucas Papademos a commencé son exposé par une analyse des propositions théoriques et des études empiriques relatives aux liens existant entre les cycles économiques et la politique monétaire, soulignant les hypothèses divergentes quant à la nécessité, la faisabilité et l'opportunité d'une politique monétaire anticyclique. Ces hypothèses différentes reflétaient des évaluations contrastées quant à certaines caractéristiques essentielles — structurelles et de comportement — des marchés, à la nature des anticipations des agents économiques et aux types de chocs à l'origine des cycles. En dépit de ces différences, les théories relatives au rôle de la politique monétaire et les approches utilisées pour l'analyse des cycles économiques ont convergé très fortement au cours des vingt dernières années. Les modèles auxquels recourent les banques centrales, y compris la BCE, traduisent un « nouveau consensus », l'acceptation de plus en plus large d'un nouveau cadre conceptuel qui combine des éléments du modèle néoclassique (optimisation inter-temporelle du comportement des agents économiques, anticipations rationnelles et absence de relation à long terme entre inflation et production) et des caractéristiques néokeynésiennes (rigidités nominales et imperfection des informations).

L'exposé a ensuite porté sur les données disponibles relatives au mécanisme de transmission de la politique monétaire, dans la zone euro en particulier. Une bonne compréhension de ce mécanisme est indispensable à l'évaluation du rôle et de l'efficacité de la politique monétaire dans la gestion des cycles économiques. S'appuyant sur des études récentes menées par des économistes de la BCE et de l'Eurosystème, Lucas Papademos a signalé plusieurs conclusions pertinentes pour la conduite de la politique monétaire. En premier lieu, il existe d'importantes similarités entre les profils conjoncturels des économies de la zone euro et des États-Unis, de même qu'au niveau de leurs réactions aux décisions de politique monétaire. Dans la zone euro, une modification des taux d'intérêt directeurs entraîne un ajustement maximal de la production après une à deux années, tandis que l'adaptation du niveau des prix est généralement considérée comme étant beaucoup plus progressive, mais également plus durable. Deuxièmement, une incertitude considérable entoure le profil temporel exact de la réaction de la production et des prix. Dans l'ensemble, les délais de transmission de la politique monétaire sont « longs et variables », aussi, dans la zone euro. En troisième lieu, en ce qui concerne les canaux de transmission, les données disponibles indiquent que le « canal du taux d'intérêt » suffit à expliquer la réaction de la demande globale face à une modification de la politique monétaire. Les autres canaux, notamment le « canal du crédit », jouent un rôle, semble-t-il, dans plusieurs pays de la zone euro. En quatrième lieu, les données empiriques disponibles montrent que les effets de la

politique monétaire sur la production et le niveau des prix varient en fonction de la situation conjoncturelle, du niveau initial des taux d'intérêt et de l'orientation donnée à la politique monétaire. À titre d'exemple, dans les pays de la zone euro, la réaction de la production aux modifications des taux d'intérêt directs est plus forte durant une période de récession que lors d'une phase d'expansion, comme c'est le cas aux États-Unis.

Examinant les implications globales ressortant de la théorie et des observations pour la politique monétaire, Lucas Papademos a souligné que l'émergence d'un consensus sur le plan théorique et l'équilibre entre les données empiriques confortent la mission et la stratégie de politique monétaire de la BCE. En particulier, l'objectif principal de la politique monétaire doit être de maintenir la stabilité des prix. Elle doit être définie et mise en œuvre dans le cadre d'une orientation prospective, axée sur le moyen terme. Le vice-président de la BCE a expliqué les raisons pour lesquelles il convient, « dans des circonstances normales », de ne pas adopter une politique monétaire anticyclique volontariste destinée à assurer un réglage fin conjoncturel. Toutefois, dans des « conditions particulières », par exemple en cas de fortes fluctuations de la production imputables à des chocs graves, la politique monétaire peut jouer un rôle stabilisateur compatible avec l'engagement de maintenir la stabilité des prix. Cela étant dit, le caractère approprié de la réaction de la politique monétaire dépend de la nature du choc. Dans le cas de chocs affectant l'offre ou les prix des actifs, il se peut, cependant, que le choix des mesures de politique monétaire ne soit pas aisé. En conclusion, Lucas Papademos a insisté sur le fait que la stratégie de politique monétaire de la BCE associe un engagement fort en faveur de la stabilité des prix, sur lequel s'appuie la crédibilité de la BCE, à une souplesse de mise en œuvre traduisant son orientation à moyen terme. Cette combinaison permet une « liberté d'action limitée » pour faire face aux fortes fluctuations conjoncturelles de la production, compatible avec le maintien de la stabilité des prix.

Yutaka Yamaguchi salue la qualité de la synthèse théorique faite par Lucas Papademos, avant d'exprimer son point de vue sur le cas du Japon. Il s'interroge sur l'efficacité de la politique monétaire dans une économie qui, comme le Japon dans les années quatre-vingt-dix, a connu un ralentissement imprévu du taux de croissance potentiel. Si les prix d'actifs s'ajustent de façon persistante à la tendance baissière de la croissance potentielle, les effets des *stimuli* monétaires pourraient être très amoindris. Les tentatives visant à traiter cette situation principalement au moyen de la politique monétaire pourraient ramener les taux d'intérêt au niveau zéro. Il prône la prise en compte des prix d'actifs dans la stratégie de politique monétaire, car elle permet une meilleure stabilisation des prix des biens et services. Cependant, il reconnaît que des doutes subsistent sur la robustesse de la relation entre prix des actifs et prix des biens et services. Dans le cas du Japon, la mise en œuvre de politiques structurelles soutenant la croissance de la production potentielle est très importante.

Stanley Fischer s'interroge sur la notion des deux piliers retenus par la BCE dans sa stratégie de politique monétaire et propose un débat entre piliers et ciblage d'inflation. Selon cet orateur, les banques centrales qui ont fait le choix d'une règle de ciblage du taux d'inflation arrivent à une « stabilisation naturelle » de



leur économie. Cette stabilisation résulterait, entre autres, de la forte crédibilité acquise par la banque centrale vis-à-vis des autres agents ou secteurs.

Jürgen von Hagen s'interroge sur les raisons pour lesquelles les banques centrales se préoccupent aujourd'hui autant des cours boursiers. Selon lui, une « pure » bulle financière est moins néfaste qu'une bulle immobilière. Il note que les prix de l'immobilier sont en train de progresser dans plusieurs pays et indique qu'il serait souhaitable de surveiller l'évolution de ces prix, qui jouent un rôle prépondérant dans les exercices de prévision de l'inflation et semblent fortement corrélés aux cycles réels. Il croit que Lucas Papademos surestime la crédibilité de la BCE, surtout après trois ans de taux annuels d'inflation bien supérieurs à 2 %. Selon lui, la demande de salaire, relativement agressive en Allemagne et dans d'autres pays, ne confirme pas la crédibilité de la BCE en ce qui concerne sa politique de faible inflation. Jürgen von Hagen souligne que le concept de discrétion contrainte proposé par Lucas Papademos est simplement un nouveau terme pour désigner l'activisme monétaire qui a conduit à l'inflation dans le passé.

#### 4. Mondialisation financière : un ralentissement ? (vidéoconférence)

Présidence : Jean-Claude Trichet (gouverneur de la Banque de France)

Intervenant : Alan Greenspan (président du Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve)

Alan Greenspan montre d'abord que la mondialisation a pris une grande ampleur au cours des vingt dernières années (apparition de nouveaux produits, forte croissance des mouvements de capitaux internationaux, ...). Cette évolution pourra arriver à son terme lorsque les risques seront transférés de manière efficace et/ou lorsque les contraintes légales ou institutionnelles relatives aux flux de capitaux transfrontaliers seront supprimées.

Alan Greenspan note que la croissance des transactions sur les marchés de nouveaux produits (dérivés de crédit, par exemple) n'a pas donné de véritable signe de faiblesse au cours de la période récente. L'utilisation de ces marchés par les entreprises, pour se couvrir, pourrait augmenter, comme le montre une étude récente réalisée sur les entreprises non financières aux États-Unis. Dans le secteur bancaire, la situation semble plus contrastée ; les produits dérivés sont utilisés surtout dans les cinquante plus grandes banques ; ils ne servent guère dans les petites. Selon l'orateur, le rythme de progression de l'innovation financière va demeurer soutenu.

Les obstacles directs aux mouvements de capitaux (la limitation de l'achat par les étrangers d'actifs nationaux ou celle des investissements des résidents à l'étranger) ont été partiellement levés au cours des dernières décennies. Il en est de même pour les obstacles indirects, tels que les coûts élevés des transactions. Toutefois, les risques de change, le coût de couverture à terme et la préférence pour des « entreprises » connues ou nationales perdurent et constituent des barrières à la libre circulation des capitaux. Par ailleurs, les investisseurs orientent leur épargne en priorité sur leur pays, ce qui peut conduire à une affectation sous-optimale du

capital. Dans la mesure où la mondialisation permet de réduire le « biais » national, elle conduit à une meilleure affectation de l'épargne et favorise la croissance économique mondiale. Que ce soit aux États-Unis, en Europe ou au Japon, on a observé une ouverture des investisseurs sur le reste du monde au cours des vingt dernières années ; la diversification internationale a augmenté, mais la part des actifs étrangers dans les portefeuilles des résidents (aux États-Unis, par exemple) semble avoir atteint un palier. Des obstacles indirects, telles les différences de gouvernance des entreprises, perdurent. L'intégration des marchés ne paraît donc pas encore complète.

Alan Greenspan souligne que, outre l'effet bénéfique d'une meilleure affectation de l'épargne à l'investissement, la mondialisation devrait aboutir à l'enrichissement et à une croissance soutenue des économies des pays émergents ou en développement. Par ailleurs, la mondialisation financière peut accroître les déséquilibres des balances courantes via une progression conjointe des excédents des uns et des déficits des autres. Pour lui, ces déséquilibres n'engendrent pas forcément un risque systémique, mais pourraient s'interpréter comme le signe d'une amélioration (en termes de fluidité) du fonctionnement de l'économie mondiale. En outre, les récentes crises asiatique et russe ont, selon lui, rappelé aux investisseurs étrangers l'existence d'obstacles indirects, notamment dans les pays en développement. Ces facteurs ont entraîné une forte réduction des flux de capitaux vers les économies émergentes.

L'intervenant conclut son exposé en soulignant que :

- la mondialisation ne permet pas, à elle seule, d'attirer les capitaux vers le monde industriel. Elle a toutefois des conséquences bénéfiques en termes de stabilité financière et de croissance de l'activité ;
- les ajustements de portefeuille devraient contribuer à résorber les déficits notamment grâce à une amélioration et au respect des normes comptables internationales dans l'optique d'une plus grande transparence des marchés ;
- les risques affectant les investissements à l'étranger devraient continuer de baisser, en raison de la mise en place de règles appropriées de transparence, d'une réduction de la corruption et d'une généralisation de la bonne gouvernance des entreprises ;
- le processus d'intégration des marchés financiers n'est pas terminé.

À l'issue de son intervention, Alan Greenspan a accepté de répondre aux questions de l'assistance.

La première question (Francesco Papadia, Banque centrale européenne) porte sur l'amortissement du cycle économique, d'un côté, et le développement exceptionnel de la globalisation financière, de l'autre.

Alan Greenspan considère que les nouvelles orientations du cycle économique dans les pays industrialisés peuvent être imputées, dans une large mesure, à la mondialisation et à l'internationalisation de la finance.

La deuxième question (Charles Goodhart, professeur à la *London School of Economics*) est relative au degré approprié de transparence sur les marchés dérivés et ce qu'il conviendrait de faire au cas où ce ne serait pas satisfaisant.

Alan Greenspan observe qu'il est difficile de parler de transparence dans le cas de marchés de gré à gré de produits dérivés dès lors qu'il n'existe pas d'enregistrement des mouvements portant sur les transactions. Il ajoute qu'aux États-Unis, par exemple, les autorités réglementaires se sont cependant livrées à une analyse des informations sur les transactions des institutions financières individuelles. Selon Alan Greenspan, il y a présomption d'un bon niveau de transparence sur ces marchés. Néanmoins, une transparence totale (en termes d'informations comptables et financières) pourrait ne pas représenter la meilleure solution car elle pourrait réduire l'incitation à innover alors que les innovations conduisent à une amélioration de l'efficacité des marchés. En outre, tout en étant d'accord sur la nécessité d'augmenter leur transparence, il n'est pas favorable à une réglementation plus poussée de ces marchés.

La dernière question (Jean-François Boulier, *Crédit Lyonnais Asset Management*) porte sur l'importance des innovations dans la gestion d'actifs.

Alan Greenspan rappelle que l'objet des transactions financières consiste à transférer les risques vers les agents désireux et capables de les gérer. De ce fait, les différentes formes d'innovations financières (nouveaux produits, nouveaux instruments d'analyse, voire nouvelles institutions) ont, pour lui, un impact significatif sur la gestion d'actifs et donc sur les bonnes performances de l'économie réelle.

## 5. Cyclicité et stabilité financière internationale (Table ronde)

Présidence : Jaime Caruana (gouverneur de la Banque d'Espagne)

Intervenants : Gikas Hardouvelis (professeur à l'université du Pirée, conseiller économique du Premier ministre de Grèce), Gerd Häusler (directeur du département des Marchés de capitaux internationaux du Fonds monétaire international), Philippe Lagayette (président-directeur général de JP Morgan France), Guillermo Ortiz (gouverneur de la Banque du Mexique)

Jaime Caruana observe que le sujet de la table ronde recoupe certains des points abordés dans les précédentes sessions (telles que l'aptitude du secteur financier à contribuer aux variations de l'activité réelle ou les effets réciproques des crédits et des titres). Il souligne que les problèmes sont encore plus complexes lorsque l'on situe le débat dans le cadre de l'économie mondiale.

Selon Gikas Hardouvelis, les exigences de marges consistent en des restrictions réglementaires sur le montant de crédits qu'un investisseur peut contracter auprès d'un prêteur pour acheter ou vendre à découvert des titres financiers. Une politique de marge contracyclique par rapport aux fluctuations des actifs financiers contribuerait à les stabiliser, tant à court qu'à long termes. Des marges plus importantes réduiraient à la fois la volatilité de court terme des prix des actifs financiers et la possibilité qu'une bulle n'apparaisse. Elles pourraient ainsi avoir un impact significatif sur la stabilité de court et de long termes des marchés financiers. Par ailleurs, des contraintes de marges plus basses pourraient amortir les chutes brutales sans qu'une plus grande volatilité de court terme en résulte ; l'abaissement des marges améliorerait la liquidité et apaiserait les marchés.

Pour Gerd Häusler, la stabilité financière internationale est une préoccupation quotidienne du FMI dans le cadre de ses activités de prêt et de surveillance des marchés. Plus généralement, on pourrait dire que le maintien de la stabilité financière est devenu une « industrie en forte croissance ». Gerd Häusler montre l'importance prise par la transparence des marchés monétaires et financiers dans l'analyse de la stabilité financière internationale.

Pour Philippe Lagayette, il n'est pas certain que le phénomène de stabilité accrue de l'économie réelle puisse être appliqué à l'économie financière ou au monde de la finance. Dès lors, la réponse à la question « pourquoi le monde devient-il plus stable ? » doit être nuancée. En outre, il estime que les transformations structurelles survenues dans la sphère financière au cours des dernières années ont modifié la tendance de la volatilité de court terme, mais aussi celle de long terme, considérée ici comme une bulle. Selon lui, cette dernière est dangereuse, notamment pour la stabilité financière ; les autorités monétaires et prudentielles devraient, par conséquent, se sentir concernées par ce phénomène.

Selon Guillermo Ortiz, la crainte d'une forte liaison entre la contagion et la mondialisation est un peu excessive. Il justifie cette remarque par une analyse succincte de l'*Emerging Market Bond Index*, durant la crise asiatique, et par les exemples récents de contagion relative entre le Mexique et des pays tels que le Brésil et l'Argentine. Pour Guillermo Ortiz, le risque de contagion s'est réduit pour des raisons évoquées en partie dans les précédentes sessions du colloque : plus grande transparence des marchés, plus forte discrimination de la part des investisseurs, efforts fournis à la fois par les pays et le FMI pour accroître les informations et la transparence, renforcement des facteurs économiques fondamentaux, etc.

S'agissant de la liaison entre cycles et risque systémique, Guillermo Ortiz appuie son argumentation sur l'expérience mexicaine des années quatre-vingt-dix. Après avoir souligné que la libéralisation financière était devenue permanente dans la conduite de la politique économique (suppression des réserves obligatoires, suppression totale de plafond de taux d'intérêt,...), il rappelle que le système bancaire a été privatisé et que les marchés de capitaux ont été ouverts aux étrangers. Ceci a entraîné une croissance explosive des crédits bancaires (passés de 15 % à 45 % du PIB en cinq ans) induisant l'apparition d'une bulle, par ailleurs fortement alimentée par des entrées de capitaux de court terme. Ce sont là les ingrédients de la crise de 1995.

En outre, Guillermo Ortiz souligne la forte corrélation entre les cycles mexicains et la production industrielle aux États-Unis. Les raisons qui expliquent la plus forte résistance actuelle de l'économie mexicaine sont l'existence d'un consensus sur la nécessité d'une stabilisation de l'économie (par exemple, la nécessité d'une discipline fiscale est acceptée), l'indépendance de la banque centrale, assurant complètement sa mission de contrôle de l'inflation, la nette amélioration de la crédibilité des institutions (celle de la Cour suprême par exemple) et l'existence de la *North American Free Trade Association* (NAFTA), qui a entraîné une modification du comportement des agents économiques. Ces facteurs ont permis au Mexique d'éviter de nouvelles crises financières et de connaître une récession « normale » pour la première fois depuis plusieurs décennies.

L'orateur souligne la richesse et la diversité des exposés et fait trois brèves remarques :

- du point de vue des institutions financières, il pense utile de signaler que certaines formes de pro-cyclicité sont nécessaires. Par ailleurs, les intervenants semblent s'accorder sur le rôle plus ou moins néfaste de la dérégulation, mais soulignent que l'existence d'un système financier sain et solide permet de ne plus poser de problème de régulation ;
- la régulation peut créer des incitations fortes pour la mise en place des stratégies à long terme ;
- la transparence et la bonne gouvernance semblent constituer le troisième bloc de facteurs à renforcer.

## 6. Synthèse

Intervenant : Andrew Crockett (directeur général de la Banque des règlements internationaux, président du Forum de stabilité financière)

L'orateur remercie les différents intervenants pour la qualité de leurs exposés. Il apprécie la diversité des points de vue, source de la richesse et de la réussite des travaux du colloque. Il juge l'ordre d'agencement des sessions pertinent et retient de la première session au moins un signe d'espoir et un avertissement.

Le signe d'espoir émane du message très clair de Ray Barrell, pour qui les cycles récents ont une amplitude moindre que les précédents, et dont Andrew Crockett reprend les arguments (mise en place de meilleures politiques économiques, notamment de politiques monétaires ; apparition de réactions dans l'économie, en particulier dans le secteur privé, permettant d'amortir les chocs ; effet positif du hasard), pour justifier la nouvelle orientation des cycles.

La mise en place de politiques économiques appropriées dans le domaine des politiques monétaires (à travers le choix de l'objectif d'inflation ou une meilleure connaissance des mécanismes de transmission) a conduit à des succès, rappelés également par Lucas Papademos. De l'intervention de Christine Cumming, Andrew Crockett retient l'impact de l'amélioration des techniques de gestion sur

l'évolution récente des cycles. Il souligne l'importance de « l'effet du facteur chance ou hasard », évoqué par Ray Barrell et Olivier-Jean Blanchard. Enfin, il retient les limites des modèles statistiques dans la description des phénomènes complexes, indiquées en particulier par Jean-Philippe Cotis et Pierre-Yves Hénin.

L'avertissement concerne les pays tels que le Japon qui ont souffert de crises dans les années récentes. À ce sujet, Andrew Crockett s'appuie également sur l'intervention de Yutaka Yamaguchi relative aux causes et aux effets de la bulle boursière et immobilière sur le secteur financier japonais.

Selon Andrew Crockett, les distinctions effectuées par Patrick Artus et Mervyn King sur la « qualité » de la volatilité des prix des actifs financiers (bonne, néfaste, « horrible ») sont intéressantes et importantes. La bonne volatilité reflète les anticipations sur l'évolution des facteurs économiques fondamentaux ; la mauvaise constitue un excès de variation de ces mêmes facteurs ; la volatilité « horrible » n'a pas été définie, mais peut s'interpréter comme un phénomène déstabilisant qui s'auto-entretient et qui ne correspond pas aux variations des facteurs économiques fondamentaux.

Par ailleurs, les intervenants ont également présenté les différences entre la volatilité de court terme (au jour le jour, selon Patrick Artus, ou intra journalière, selon Mervyn King) et la volatilité de long terme, c'est-à-dire celle observée au cours des cycles. C'est cette dernière qui semble la plus pertinente. Selon Andrew Crockett, Patrick Artus a énuméré plusieurs facteurs explicatifs potentiels de la volatilité de long terme, repris en partie par Philippe Lagayette (perte de liquidité, mondialisation, mimétisme dans l'utilisation des outils). Andrew Crockett se demande alors si le monde n'est pas devenu plus monopolistique. D'autres facteurs (agences de notation, concentration des risques, notamment le *short-termism*, retenu également par Mervyn King) ont également été mentionnés.

Le nombre de ces facteurs incite, selon l'orateur, à se poser des questions et, en particulier, à se demander comment la politique monétaire pourrait faire face au développement d'une bulle financière.

Andrew Crockett note, en premier lieu, que les prix des actifs financiers ne constituent pas nécessairement un indicateur avancé de l'activité réelle. En outre, dans la connaissance des marchés d'actifs financiers, les banques centrales n'ont pas d'avantage comparatif par rapport aux autres participants de ces marchés. Il souligne l'importance des arguments relatifs à la transparence ou à la présence de liaisons entre les marchés des différents actifs financiers. Il croit en la dynamique des marchés financiers et pense que les autorités monétaires doivent en tenir compte dans l'analyse de la stabilité.

Concernant la troisième session et, plus particulièrement, l'intervention de Lucas Papademos, Andrew Crockett porte son intérêt sur les objectifs que la BCE peut atteindre à court ou à plus long termes. Il note que l'intervention de Lucas Papademos contient des éléments de réponse qui n'ont pas complètement convaincu Stanley Fischer et Jürgen von Hagen. Il se demande si l'on peut résumer cette intervention de Lucas Papademos en disant que l'apparition de cycles amortis rend caduque la mise en place d'une politique monétaire activiste.



Selon l'orateur, il convient de s'interroger avec Stanley Fischer sur l'interprétation du « réglage fin » (*fine tuning*) et de l'activisme pour ce qui concerne la stratégie de politique monétaire de la BCE. Pour Andrew Crockett, on peut espérer un certain degré de réglage de la politique monétaire se situant entre l'inaction et un réglage au jour le jour. En outre, Andrew Crockett signale qu'il n'est pas sûr que Lucas Papademos se réfère aux évolutions du prix des actifs ou aux risques de déflation. Jürgen von Hagen considère, selon l'orateur, que les banquiers centraux vont aujourd'hui saisir plusieurs occasions pour devenir activistes face à des événements jugés inhabituels : en se fondant sur sa propre expérience, Andrew Crockett indique que ce n'est pas là que se situe le risque le plus important.

Sur le thème de la table ronde, il note que plusieurs questions importantes demeurent non résolues à ce jour. Toutefois, à ses yeux, le problème fondamental reste le syndrome dit « d'abondance et de famine » (*feast-famine syndrome*) des flux de capitaux (*i.e.* la succession de périodes d'abondance et de rareté de flux de capitaux) dans un pays donné. Il appelle de ses vœux des débats sur les mécanismes de restructuration de la dette souveraine et souhaite que ceux-ci soient étendus à des domaines plus larges. Ces débats, comme l'a souligné Guillermo Ortiz, ne sont pas simples à organiser, en raison des difficultés à faire converger les positions des prêteurs et emprunteurs.